



De obligatiemarkt bubbelt een beetje

Auteur(s):

Jansen, P.W.

Spijkerman, E.B.

*De auteurs werken bij de directie Buitenlandse Financiële Betrekkingen van het ministerie van Financiën. E.B.Spijkerman@minfin.nl***Verschenen in:**

ESB, 88e jaargang, nr. 4409, pagina 343, 25 juli 2003

Rubriek:**Trefwoord(en):**

beleggen

Beleggers zijn de laatste jaren gevlucht naar obligaties. Dit voedt speculaties over een luchtbel. Een parallel met de luchtbel op de aandelenmarkt is echter ongegrond.

Door de onzekerheid op de aandelenmarkt is de vraag naar obligaties de laatste jaren sterk toegenomen. Omdat beleggers hun middelen ergens kwijt moeten, is het mogelijk dat de luchtbel zich heeft verplaatst van de aandelenmarkt naar de obligatiemarkt. In dit artikel beantwoorden we de vraag of er met het leeglopen van de luchtbel op de aandelenmarkt inmiddels een nieuwe luchtbel op de obligatiemarkt is ontstaan en hoe groot die is.

Aandelen lager...

De belangrijkste beursindices bereikten hun top in maart 2000. [tabel 1](#) vergelijkt de huidige stand van de belangrijkste beursindices met diverse momenten uit het verleden. Ondanks het herstel sinds maart 2003 liggen alle indices (vooral die in Europa) fors onder de hoge koersniveaus die in 1999 en 2000 werden behaald.

Tabel 1. Mutatie beursindices op basis van slotkoers 14 juli 2003 ten opzichte van eerdere momenten

	procentuele verandering ten opzichte van eind				
	1999	2000	2001	2002	12 maart 2003a
s&p 500 (vs)	-32	-24	-13	14	25
Nasdaq (vs)	-57	-29	-10	31	37
Nikkei (Japan)	-49	-29	-8	14	23
dax (Duitsland)	-51	-47	-34	17	54
aex (Nederland)	-54	-52	-39	-4	42
Eurotop100 (eu)	-54	-52	-41	-12	11
ftse (vk)	-60	-53	-38	1	42

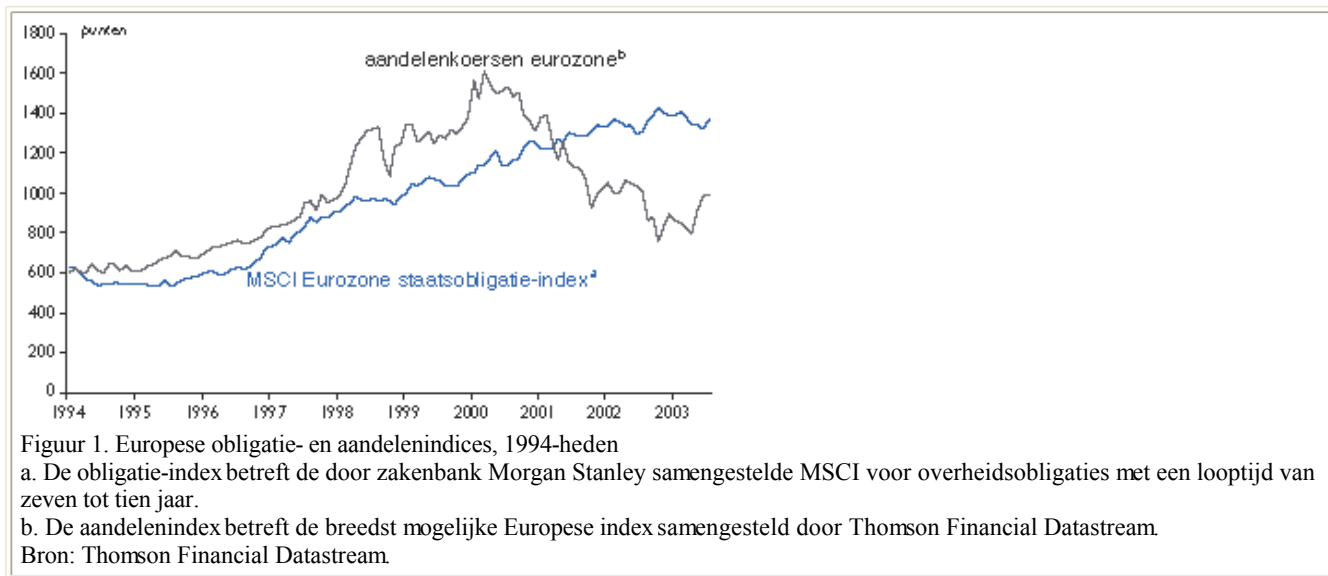
a. Laagste koers in 2003 (acht dagen voor de Amerikaanse aanval op Irak startte).

Bron: Reuters.

Dat Europese aandelen sterker in waarde zijn gedaald dan Amerikaanse aandelen komt niet alleen tot uitdrukking in de koersen maar ook in de koers-winstverhoudingen. Aandelen lijken relatief het aantrekkelijkst in het eurogebied: de koers-winstverhoudingen liggen op dit moment ruim onder het gemiddelde van de jaren negentig, terwijl in de vs de verhouding exact gelijk is aan dat gemiddelde¹.

... obligaties hoger

Terwijl aandelenkoersen al drie jaar lang dalen, zijn obligaties in dezelfde periode steeds duurder geworden. [figuur 1](#) (zie volgende pagina) zet het verloop van obligatiekoersen af tegen het verloop van aandelenkoersen. Vanaf begin 2000 lopen de koersen op beide segmenten van de kapitaalmarkt uiteen; voor de vs (niet afgebeeld) is het beeld hetzelfde. Achter deze divergerende prijsontwikkeling gaan verschuivingen in vraag en aanbod schuil. Twijfels over de internationale veiligheidssituatie, het uitblijvende economische herstel en problemen met de betrouwbaarheid van door bedrijven gepresenteerde winstcijfers hebben beleggers massaal naar veiligere bestemmingen gedreven. Beleggers hebben echter niet volstaan met het verschuiven van hun middelen van aandelen naar obligaties. Vergelijkbaar met eerdere perioden van internationale onzekerheid (zoals ten tijde van de Aziëcrisis) wijzen ook prijsontwikkelingen van andere instrumenten op een toegenomen risicoaversie, waardoor relatief veilige beleggingen in prijs stegen. Zo is de goudprijs in 2002 sterk gestegen (een stijging van 27 procent in vergelijking met 2001), is de Zwitserse franc vorig jaar op jaarbasis met twintig procent tegenover de dollar geapprecieerd (terwijl de euro gemiddeld in 2002 met nog geen zes procent in waarde toenam) en is er in het eurogebied sprake van een sterke verschuiving naar liquide activa (getuige de blijvend sterke m3-groei, met in mei dit jaar een toename van 8,5 procent op jaarbasis)². Nu vooral in de vs het vertrouwen in de economie toeneemt, zien we dat aandelenkoersen zich hebben hersteld en de lange rente oploopt.

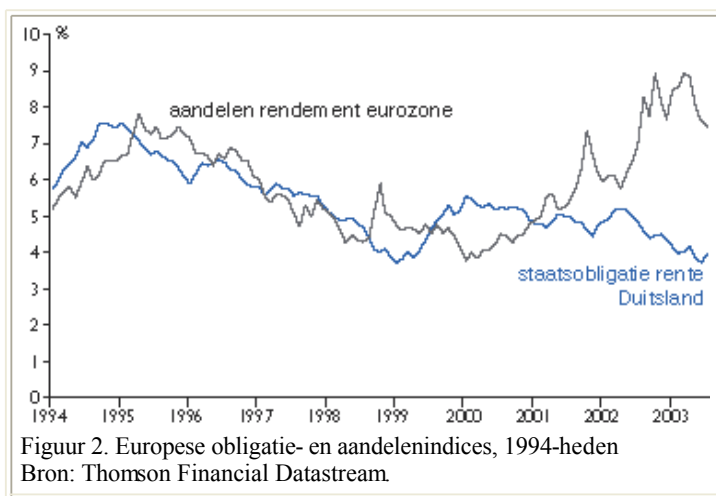


Luchtbel ...?

Om een indicatie te krijgen van de mate waarin beide segmenten van de kapitaalmarkt (aandelen en obligaties) zijn over- of ondergewaardeerd, voeren we drie korte analyses uit.

Gebaseerd op de beleggingsleer vergelijken we allereerst het huidige aandelenrendement (gemeten als de gerealiseerde winst per aandeel gedeeld door de actuele koers) met de effectieve rente op staatsobligaties (gemeten als de couponrente gedeeld door obligatie-koers).³

figuur 2 laat zien dat met ingang van januari 2001 het aandelenrendement in Europa hoger is dan het obligatierendement. Voor de vs (niet afgebeeld) gaat dit op vanaf februari 2003. Hoewel een dergelijk patroon - gelet op de risicopremie op aandelen - gebruikelijk is, zagen we in de tweede helft van de jaren negentig sterk gedaalde en zelfs negatieve risicopremies op aandelen, waardoor vastrentende waarden soms zelfs een hoger fundamenteel rendement (dat wil zeggen: exclusief koerswinsten) opleverden dan aandelen. De recente omkering wijst al met al op een terugkeer naar een gebruikelijker en gezonder patroon.



Omdat de reële rente normaal gesproken op lange termijn min of meer constant is, is de tweede vergelijking die we maken die tussen de huidige reële lange tienjaars rente en het gemiddelde gedurende de jaren negentig⁴. Tegenover het gemiddelde over de jaren negentig dat in Nederland en Duitsland op respectievelijk 4,6 en 4,3 procent ligt en in de vs gelijk is aan 4 procent, liggen actuele reële rentevoeten hier met 2 procent in Nederland en Duitsland en 1,8 procent in de vs ruim onder⁵. Het fenomeen van een verhoudingsgewijs lage rente beperkt zich niet tot de laatste jaren. Omdat centrale banken de inflatie steeds beter onder controle hebben gekregen, is sinds het begin van de jaren negentig de nominale lange rente aanzienlijk gedaald. Dit is waarschijnlijk structureel. In Nederland nam de nominale lange rente af van gemiddeld negen procent in 1990 tot vier procent nu.

In de derde en laatste analyse laten we zien dat de lage reële rente niet alleen opgaat voor staatsobligaties, maar ook voor bedrijfsobligaties. Sinds het begin van de groeivertraging is het renteverskil (de 'spread') tussen bedrijfsobligaties en staatsobligaties in zowel Europa als de vs gedaald, vooral vanaf eind 2002. Zelfs voor bedrijfsobligaties met een hoger risico, zoals het 'high yield'-papier, heeft de sterke behoefte aan vastrentende waarden bedrijfsobligatierentes sterker doen dalen dan staatsobligatierentes. Gelet op het onzekere economische klimaat (waarin bovendien problemen op het gebied van 'corporate governance' aan de orde van de dag waren) is de waargenomen daling van spreads opvallend. Een conjunctureel dal gaat immers veelal samen met een vermindering van de kredietwaardigheid waardoor beleggers hun voorkeuren verschuiven van aandelen en bedrijfsobligaties naar staatsobligaties. De ont koppeling van de bedrijfsobligatiemarkt en de aandelenmarkt kan een signaal zijn dat beleggers staatsobligaties te duur zijn gaan vinden (met een te laag rendement) en dat ze uitwijken naar obligaties met een lagere kredietwaardigheid. Anderzijds is het waarschijnlijk ook een reactie op de in 2001 gestegen spreads en een structurele verschuiving van de aandelen- naar de obligatiemarkt.

... met weinig lucht

Als we bovenstaande analyses samennemen, dan concluderen we dat de historisch gezien lage (reële) rente - ook op bedrijfsobligaties - het gevolg is geweest van de grote onzekerheid, zowel ten aanzien van economisch herstel (inclusief speculaties over de mogelijkheid van deflatie in de vs en Duitsland) als de internationale veiligheidssituatie. Er lijkt sprake van een 'vlucht naar kwaliteit en veiligheid' waardoor het aandelenrendement op dit moment hoger ligt dan het obligatierendement. Een ommekeer in het sentiment zal leiden tot een hernieuwde bereidheid bij beleggers om risico's te accepteren. Met de aanpassing van beleggingsportefeuilles ten gunste van aandelen vindt dan tegelijkertijd een correctie plaats van de obligatiemarkt waardoor koersen dalen en rendementen oplopen. Hoewel een dergelijke ommekeer op zichzelf aannemelijk lijkt, zijn er aanwijzingen om te veronderstellen dat een obligatiecorrectie niet erg groot zal zijn.

Ten eerste wees [figuur 2](#) al uit dat aandelenkoersen op dit moment meer dan voorheen het bijbehorende risico weerspiegelen. Obligaties laten ten opzichte van aandelen weer een 'gezond' rendement zien. Het is niet aannemelijk dat deze rendementsverhoudingen weer terugkeren naar hun 'ongezonde' niveau.

In het verlengde hiervan lijkt de risicoaversie bij beleggers - vooral in vergelijking met de tweede helft van de jaren negentig - toegenomen. Een welhaast onbegrensd vertrouwen in de aandelenmarkt leidde er destijds toe dat beleggers min of meer onbewust meer risico's namen. Nu de aandelenluchtbel is leeggelopen, zou de vraag naar aandelen op een permanent lager niveau kunnen zijn terechtgekomen, vooral van particulieren die flink zijn wakker geschud. Kortom: niet alleen is de vraag naar obligaties structureel toegenomen, die naar aandelen ligt structureel lager. Ervaringen uit de jaren dertig tonen aan dat het gemiddeld één generatie duurt voordat het vertrouwen van beleggers in aandelen terug is op het oude niveau van vóór een crash. Bij een economische opleving zal de vraag naar aandelen weer stijgen, maar een 'hype' zoals in de jaren negentig zal zich niet snel weer voordoen. Een toegenomen risicoaversie zal zich vertalen naar lagere koers-winstverhoudingen die meer overeenkomen met de historische gemiddelden sinds de jaren zeventig. Met de toegenomen aandacht voor de financiële positie van pensioenfondsen, lijken obligaties voor institutionele beleggers daarnaast beter aan te sluiten bij de verplichtingen die zij hebben als gevolg van de vergrijzing, zowel wat betreft de verlangde rendementen als de zekerheid dat rendementen ook daadwerkelijk gerealiseerd worden.

Stresstoets

Als laatste factor kan genoemd worden dat de volatiliteit van obligatiekoersen per definitie beperkter is dan die van aandelenkoersen omdat obligaties een nominale (aflossing)waarde kennen. Het in enige mate leeglopen van de obligatiemarkt kan dus niet gepaard gaan met verliezen van een omvang die we hebben gezien op de aandelenmarkt. Dit laatste illustreren we met een eenvoudige stresstoets. [tabel 2](#) laat voor drie landen het onmiddellijke koersverlies zien op een obligatie als gevolg van een correctie waarbij de reële rente terugkeert naar het gemiddelde van de jaren negentig en die optreedt direct nádat de betreffende obligatie tegen de actuele (lagere) marktrente is gekocht. De resultaten geven aan wat in dat geval het maximale verlies op die obligatie is. Duidelijk is dat bij een langere looptijd van een obligatie het verlies groter is omdat een groter aantal couponbetalingen onder de nieuwe marktrente liggen.

Tabel 2. Koersverliezen als gevolg van een renteschok, in procenten

land	renteschok	looptijd van de obligatie		
		tien jaar	vijf jaar	twee jaar
Nederland	van 3,96 naar 6,58	-18,8	-10,9	-4,8
Duitsland	van 3,94 naar 6,26	-16,9	-9,7	-4,2
vs	van 3,70 naar 5,92	-16,4	-9,4	-4,1

a. Van het huidige nominale renteniveau (14 juli 2003) naar dat van het gemiddelde van de jaren negentig (namelijk de gemiddelde reële rente plus inflatieverwachting).

De tabel laat zien dat verliezen aanzienlijk kunnen zijn, maar dat ze veel geringer zijn dan de koersverliezen die beleggers op aandelen hebben moeten incasseren (zie [tabel 1](#)). Ook de macro-economische consequenties van het geleidelijk leeglopen van de luchtbel zullen derhalve relatief beperkt blijven. Zoals gezegd, bovenstaande koersverliezen zijn maxima omdat het niet waarschijnlijk is dat de lange rente naar het gemiddelde niveau van de jaren negentig terugkeert.

Conclusie

Er zijn signalen die erop duiden dat obligaties zijn overgewaardeerd. Dat de lange rente nu langzaam stijgt, kan aangeven dat de geringe luchtbel die is opgebouwd langzaam leegloopt. Obligatiewaarderingen zijn gedurende de afgelopen jaren opgestuwd door toegenomen onzekerheid en het snel en sterk verslechterende economische klimaat. Dat zelfs spreads op bedrijfsobligaties daalden, is kenmerkend voor dit klimaat. Hoewel een omslag in het sentiment (wegnemen onzekerheid, sterke groei wereldhandel, daling olieprijsen) een correctie kan uitlokken, zal deze verhoudingsgewijs beperkt blijven. De risicoaversie ligt op dit moment hoger dan eind jaren negentig, waardoor een blijvend lagere (reële) rente ten opzichte van het gemiddelde van de jaren negentig waarschijnlijk is.

1 Kanttekening bij deze conclusie is dat het gemiddelde van de jaren negentig geen 'neutraal' niveau weerspiegelt vanwege de forse stijgingen eind jaren negentig.

2 De ECB verklaart de sterke stijging van M3 uit verschuivingen binnen beleggingsportefeuilles naar meer liquide activa; de achtergrond hiervan is volgens de ECB het onzekere economische klimaat. Zie bijvoorbeeld het ECB maandbericht van juni 2003, www.ecb.int.

3 Zie bijvoorbeeld de Capital Asset Pricing Theory (CAPM) van W.F. Sharpe in: F.K. Reilly en K.C. Brown, *Investment analysis and portfolio management*, Orlando, Dryden Press, 2000, blz. 295-302.

4 De nominale rente bestaat uit de reële rente en een inflatiecomponent. Om ex-post uit de nominale rente de reële rente af te leiden hebben we als component voor de (verwachte) inflatie op lange termijn de gemiddelde inflatie op basis van het vijfjaars voortschrijdend gemiddelde genomen. Voor berekening van de actuele reële rente gaan we uit van de lange termijn inflatieverwachtingen afgeleid uit de voor inflatie gecorrigeerde geïndexeerde obligaties.

5 Rentevoeten van 14 juli 2003.